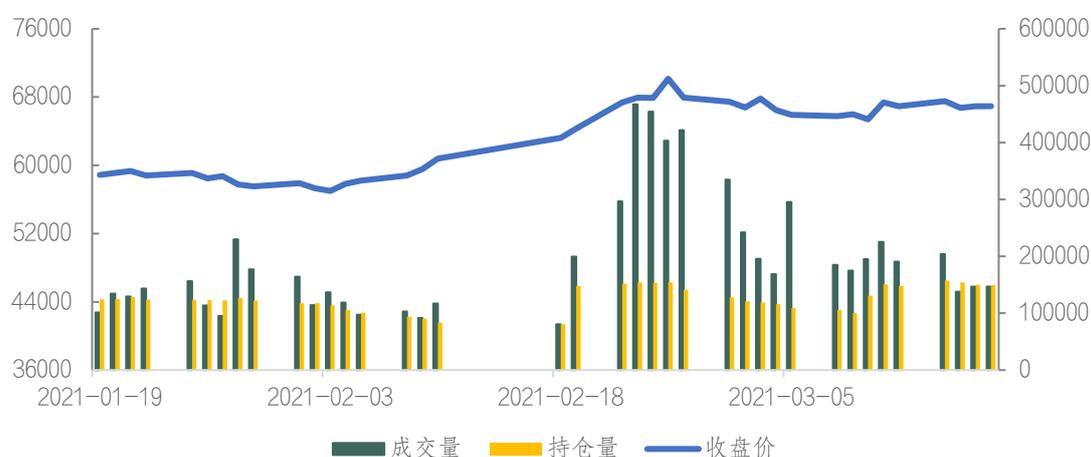


需求可期，铜价短期高位震荡

英大期货 李全冲

一、前期行情回顾

图1. 沪铜主力合约行情图



春节后铜价在宏观面和基本面共振的情况下，开启大幅上涨是模式，并连创新高。2月25日最高达70740元/吨高点，这是自2011年9月以来的新高。

基本面来看，供应紧张，叠加国内“就地过年”政策下消费较快回升预期，对铜价形成有利支撑。宏观面，美国1.9万亿美元刺激法案推出预期是重要推动力，另外欧洲央行会议纪要释放持续宽松信号，流动性持续宽松，通胀预期回升，资本推动大宗商品价格上涨。并且，全球疫情开始好转，疫苗接种加快，疫情风险有所下降，全球经济加快复苏乐观预期增加，令市场对大宗商品价格上涨的乐观情绪发酵。铜作为重要工业原材料，即具有较强商品属性，同时也具有较高的金融属性。流动性宽松，经济回暖背景下，铜价有望迎来一波上涨行情。

但经历一轮急涨后，铜价自2月26日开始呈现回调震荡的态势。一方面，此轮铜价大涨更多的则是情绪带动下资金的推动，而通胀预期下导致长端美债收益率大涨，美元指数连续反弹，铜价回调。而另一方面，美国1.9万亿美元纾困法案顺利推进，美国国会众议院10日投票通过了1.9万亿美元的经济救助计划。市场对经济有加快复苏的预期，对大宗商品价格有一定支撑。美国长端国债收益率持续大涨造成风险资产动荡，与经济增长的利多因素相矛盾。

二、近期行情走势分析

(一) 宏观经济因素分析

本周宏观面多空因素博弈，经济复苏前景与美债收益率走高带来的恐慌博弈。前期市场利多因素逐渐消化，部分投资者高位获利了结。在当前宽松的货币环境

下，投资者对经济前景仍有向好预期，但同时也担忧通胀前景。中国经济持续稳定复苏，给予投资者一定信心。美国工业产出及销售数据不及预期，但美联储鸽派决议缓解市场担忧情绪。另外，由于出现接种疫苗后发生血栓事件，欧洲目前已有 10 余国暂停使用阿斯利康疫苗，打压投资者多头热情。整体来看，宏观面投资者情绪保持谨慎。

1. 美联储鸽派决议缓解市场担忧情绪。美国公布的 2 月零售销售数据不及预期。美国商务部 16 日公布的数据显示，经季节性调整后，2 月份美国零售销售额环比下降 3%，超过市场普遍预期的下降 0.5%。当天公布的数据显示，由于美国各地遭遇严寒天气，2 月份零售销售额降幅大于预期。当月，剔除汽车、汽油、建筑材料和食品服务后的核心零售销售额环比下降 3.5%，与 1 月份环比大幅增长 8.7% 存在巨大差距。另外，美国 2 月工业产出环比下降 2.2%，同样是受到汽车制造业拖累。以上两项数据均创去年 4 月份以来最大跌幅。零售销售及工业产出数据不及预期，打压市场多头热情。不过，美国 1.9 万亿落地，美国民众每人获得 1400 美元纾困金，预计将对零售数据有所提振。

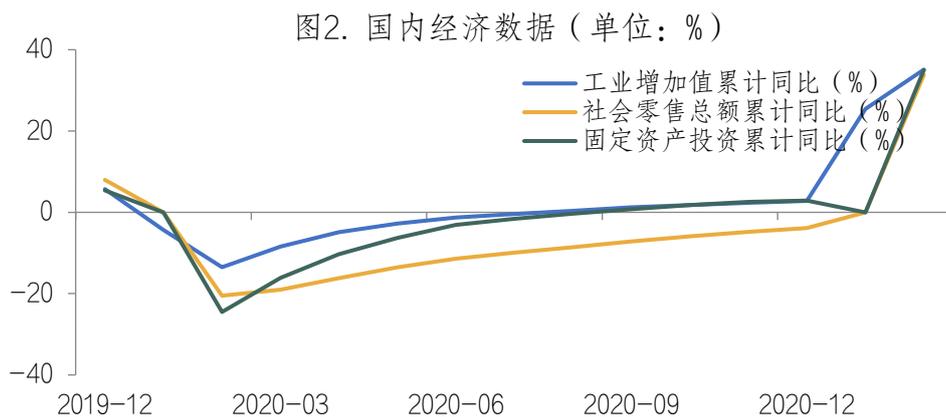
美联储货币政策会议在周二召开，在周三会议结束之前，投资者态度保持谨慎。美国银行周二公布的调查显示，部分基金经理在 3 月份提高了现金配置比例，因为他们担忧美国通胀走高，可能会促使美联储比预期更早地收紧货币政策。

美联储 3 月货币会议显示，美联储维持之前的货币政策基调。北京时间周四凌晨 2 点，美联储如预期般维持近零利率不变，同时大幅提高了美国经济和通胀预期。美联储预计 2021 年 GDP 将增长 6.5%，而去年 12 月仅预测为 4.2%。随着 GDP 增长，美联储预计今年失业率将从目前的 6.2% 降至 4.5%，相比之下，去年 12 月预测为 5%。2022 年和 2023 年的失业率预测分别为 3.9% 和 3.5%。从美联储经济展望可以看出美国经济复苏的趋势，对市场多头信心有所提振。对于市场关心的通胀问题，美联储大幅提高了今年通胀预期，2021 年底 PCE 通胀预期中值为 2.4%，而去年 12 月预期仅为 1.8%；2021 年底核心 PCE 通胀预期中值为 2.2%，去年 12 月预期为 1.8%。相比之下，2022 年、2020 年通胀预期仅被小幅上调 0.1%，且明后两年通胀显著低于今年。美联储认为 2% 的通货膨胀率对经济而言是健康的水平，如果通胀失控，美联储官员相信他们有控制通胀的工具。美联储主席鲍威尔表示，总体而言，金融环境仍然宽松，目前的货币政策是适当的，没有理由对过去一个月国债收益率的飙升予以反击。此外，从美联储点阵图来看，尽管经济前景改善且今年通胀上行，美联储仍预计到 2023 年都不会加息。这对此前市

场对流动性收缩的预期起到一定的缓解作用。但随后美国 10 年期国债收益率大幅走高，再次打击多头热情。

2.中国经济持续稳定恢复。3月15日，国家统计局公布2020年2月份宏观经济数据。工业生产维持较快增长，投资和消费稳步复苏，国民经济持续稳定恢复。从同比数据看，受2020年同期基数较低等因素影响，主要指标同比增速较高，扣除基数影响，主要指标增势平稳，宏观指标处于合理区间。

国家统计局公布的数据显示，1-2月份，全国规模以上工业增加值同比增长35.1%，比2019年1-2月份增长16.9%，两年平均增长8.1%，为近年来同期较高水平。1-2月份，社会消费品零售总额69737亿元，同比增长33.8%，比2019年1-2月份增长6.4%，两年平均增长3.2%。1-2月份，全国固定资产投资(不含农户)45236亿元，同比增长35.0%；比2019年1-2月份增长3.5%，两年平均增速为1.7%。从环比速度看，2月份固定资产投资(不含农户)增长2.43%。经济稳步复苏，对消费者信心具有较强支撑。



数据来源：Wind，英大期货

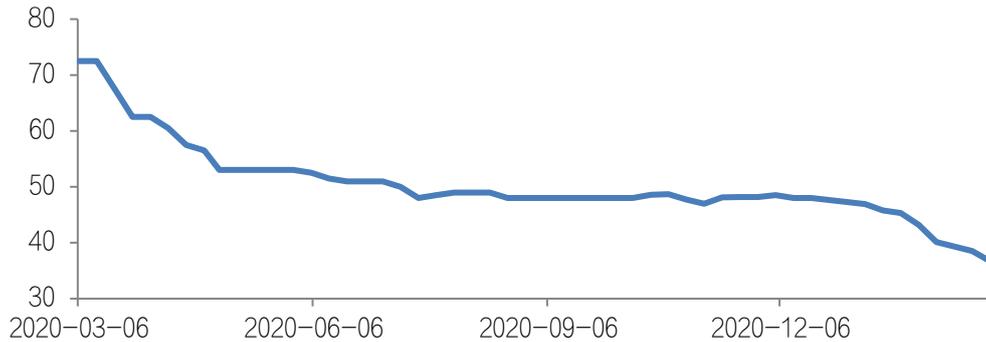
（二）铜基本面分析

1.供应紧张支撑铜价。3月9日，智利 Antofagasta 旗下 Los Pelambres 铜矿工会成员以 98.5% 的投票结果拒绝矿山提供的未来 36 个月的劳资合同，赞成罢工。原合同于 2021 年 3 月 9 日到期。根据智利劳工规则，在罢工开始之前，政府还可介入调解，做最后的努力。当地时间 2021 年 3 月 16 日，Antofagasta 智利 Los Pelambres 铜矿工会同意延长罢工调解时间 5 天，直至下周。Los Pelambres 2020 年铜产量为 37.21 万吨，约占智利总产量的 6%。智利矿山铜产量占全球铜产量的四分之一，该国矿山最近陷入了一系列劳资谈判，Los Pelambres 矿谈判只是其中之一。另外，2021 年 3 月 11 日，嘉能可旗下秘鲁 Antapaccay 铜

矿表示矿山遭到当地社区封锁，矿山暂停运营。此前秘鲁、智利相继受到抗议罢工堵路、疫情、极端天气等影响，导致我国铜矿进口受到影响，铜矿供应紧张。工人罢工风险以及秘鲁发运受阻，无疑对供应端再次形成冲击。

自 2018 年 12 月以来，进口铜精矿现货 TC 一直处于下滑之势 2021 年 3 月 12 日已再创新低至 32.07 美元/吨。

图3. 铜精矿粗练费（美元/千吨）



数据来源：Wind，英大期货

精炼铜供应方面，中国国家统计局数据显示，中国 1-2 月精炼铜（电解铜）产量为 163 万吨，较去年同期相比增加 12.3%。据 SMM 消息，2 月部分冶炼厂从检修中恢复，国内硫酸价格继续上涨，其中华东与华中地区涨幅最为明显，这也弥补了部分因铜精矿 TC 下滑所带来的压力。不过，同比增量明显，主要因为去年 2 月硫酸胀库压力导致部分炼厂减产。但是，因为春节归来后铜价的迅速冲高抑制了下游买盘，消费恢复周期长于预期，冶炼厂面临较大成品库存压力。从 3 月份排产计划来看，虽然冶炼厂目前承受 TC 下滑的压力，但是粗铜供应尚充足，3 月基本无检修计划。若铜精矿 TC 持续长久走跌，冶炼厂压力逐渐增大的情况下，不排除企业出现减产的可能。



数据来源：Wind，英大期货

2.消费小幅回暖，铜价过高抑制下游采购意愿，但铜消费仍可期。

消费端来看，家电、汽车整体维持向好趋势，房地产数据向好，但电线电缆消费不尽如人意。此外，受高铜价影响，加工企业拿货意愿不高，抑制铜下游消费，但随着消费旺季来临，消费仍可期。

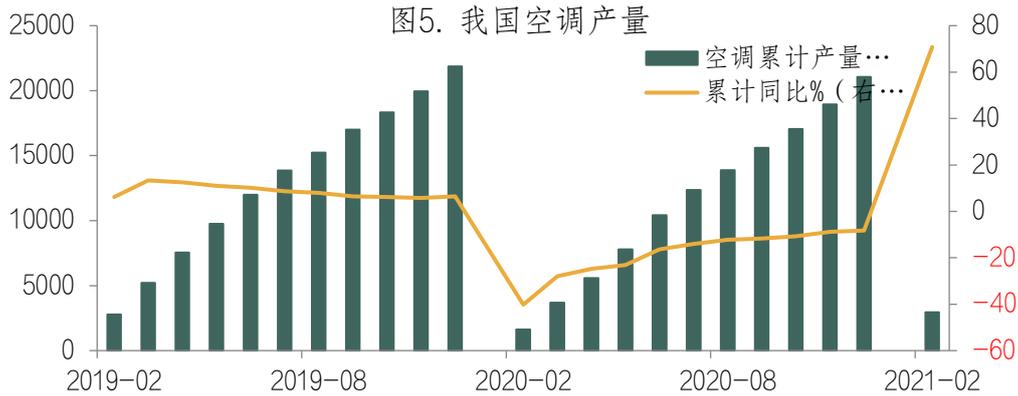
国家统计局数据显示，我国1-2月空调产量为2940.4万台，同比增长70.8%。2020年初，受国内疫情影响，我国前2月空调产量大幅减少，因此今年前2月我国空调产量同比增幅较大。而受海外疫情影响，我国空调出口需求大增，淡季需求仍较旺盛。2021年前2月我国空调产量仍高于2019年水平。2020年，受海外疫情影响，海外制造业表现不佳，导致我国家电出口需求强劲，而今年海外疫情逐渐出现好转，制造业回暖，预计将抑制我国出口需求，对家电消费带来一定抑制。

房地产市场来看，1-2月份，全国房地产开发投资13986亿元，同比增长38.3%；比2019年1-2月份增长15.7%，两年平均增长7.6%。其中，房屋新开工面积17037万平方米，增长64.3%。房屋竣工面积13525万平方米，增长40.4%。商品房销售面积17363万平方米，同比增长1.05倍；比2019年1-2月份增长23.1%，两年平均增长11.0%。前2月房地产数据表现较好，且竣工面积以及销售面积表现较好，利于提振铜消费需求。“十四五”规划建议明确表示，要推动金融、房地产同实体经济均衡发展，目的就是要消除国民经济对房地产的依赖，让它和实体经济步调一致、共同发展，这意味着“十四五”期间地产投资增速会相对温和。但房地产用铜主要在竣工阶段以及后续家装电器等方面。从新开工来看，2018年开工数据较好，预期今年竣工将有所回升，对铜需求也将增加。

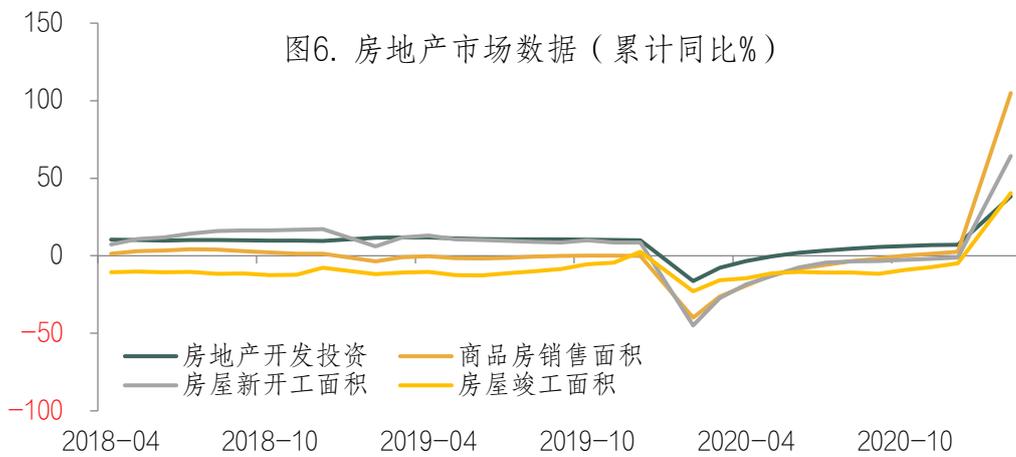
汽车行业，2021年1-2月，汽车产业延续了较好的发展态势。主要是新能源汽车消费火爆，从中国汽车工业协会获悉，中国2月份汽车产销同比大幅增长，但环比大幅减少。2月汽车产销分别完成150.3万辆和145.5万辆，环比分别下降37.1%和41.9%，同比分别增长4.2倍和3.6倍。本月产销同比呈现大幅增长的原因有两点，一是2020年2月受疫情影响导致产销基数水平较低，二是当前市场需求仍在恢复。2月新能源汽车产销分别完成12.4万辆和11万辆，同比分别增长7.2倍和5.8倍，本月新能源汽车已连续8个月刷新当月产销历史记录。新能源车的高速增长成为亮点。

电网方面，电力投资增速近两年在下滑，尽管去年国家电网加大投资力度，

但仅 2、3 季度表现稍好。电网投资这块对铜需求的拉动有限。据 SMM 调研，当前线缆企业已经开始接到国网、南网订单，但订单量较为有限，因此整体线缆消费尚未有明显复苏。但今年重点提到的“碳达峰碳中和”，一方面是电力深度脱碳，发展风电、光电等可再生能源，以及加快可再生能源并网，远距离传输等。风电、光电等对铜的需求远远高于传统能源设施用铜。二是工业领域煤改电、煤改电将增加变压器和电机领域耗铜，交通领域增加新能源汽车，都将提振铜需求。



数据来源：Wind，英大期货



数据来源：Wind，英大期货

3.国内现货库存出现小幅去库，但交易所大幅增仓。保税区有船只到货。库存方面，本周电解铜市场库存开始出现下降趋势，但保税区方面，近期有船到港，库存小幅增长。据我的有色网统计，截至 3 月 18 日，电解铜现货库存 28.71 万吨，较本周一减少 0.88 万吨；较上周四减少 0.59 万吨。保税区方面，截至 3 月 18 日，保税区铜库存 41.9 万吨，较本周一相比增加 0.6 万吨，较上周四相比减少 0.1 万吨。

交易所库存来看，本周上期所铜仓单大幅增加，LME 铜库存交仓压力也比较

大。截止 3 月 18 日，上期所铜仓单较上周增 20333 吨至 114844 吨。LME 库存 106425 吨，较上周增 12975 吨。

表 1. 保税区及主流消费地铜现货库存

市场		3 月 11 日	3 月 18 日	增减
境外库存	保税区	42.6	41.9	-0.7
中国库存	上海	16.3	15.55	-0.75
	广东	7.52	7.95	0.43
	江苏	4.21	4.96	0.75
	浙江	0.05	0.05	0
	江西	0	0	0
	重庆	0.06	0.06	0
	天津	0.04	0.06	0.02
	四川	0.03	0.04	0.01
	河南	0.04	0.04	0
	合计	28.25	28.71	0.46

数据来源：我的有色，英大期货



数据来源：Wind，英大期货

三、铜现货市场

现货方面，周初换月后，现货重回贴水。铜价攀升消费走弱明显，贸易商回笼资金为主，令贴水格局延续，但下半周上海库存止增转跌，大贴水货源仍能吸引部分贸易商收货。广东地区库存呈现下降走势，主因到货减少，部分冶炼厂有出口行为。整体下游市场需求表现未见明显改善。3 月 18 日上海电解铜现货对当月合约报贴水 130-贴水 60 元/吨，均价贴水 95 元/吨，较上周下降 210 元/吨。

图8. 上海电解铜现货对沪铜当月合约升贴水



数据来源：Wind，英大期货

综上所述，近期宏观面多空博弈，投资者情绪谨慎。基本面来看，铜矿供应偏紧支撑铜价，下游需求小幅改善，高铜价抑制采购意愿。铜价短期维持高位震荡。但随着消费旺季到来，预计需求将回升。但随着国内消费旺季到来，以及海外经济复苏，预计铜需求将回升，铜价预计仍有上涨空间。

风险提示：疫情以及疫苗接种不及预期；货币政策超预期收紧；中美关系的不确定性；铜消费复苏不及预期。

免责声明：

本报告中的信息均源于公开资料，仅作参考之用。英大期货研究所力求准确可靠，但对于信息的准确性及完备性不作任何保证。不管在何种情况下，本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目的、财务状况或需要，不能当作购买或出售报告中所提及的商品的依据。本报告未经英大期货研究所许可，不得转给其他人员，且任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。英大期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权归英大期货有限公司所有。

英大期货有限公司

地址 北京市东城区建国门内大街乙 18 号院 1 号楼英大国际大厦二层

官网 www.ydfut.com.cn

客服 4000188688

